

经营逐步向上 长期投入渐渐进入回报期

英威腾 (002334.SZ)

推荐 维持

投资要点:

1. 事件

公司发布 2016 年年报, 报告期内实现营业收入 13.24 亿元, 同比增长 22.1%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.68 亿元, 同比下降 54.3%。扣非后净利润同比下降 60.4%。

同时公司公布了 2017 年一季度业绩预告, Q1 的净利润同比上升 70% 到 100%。

2. 我们的分析与判断

(一)、收入增速为近 3 年来最高, 电动车/UPS/光伏/伺服等子公司表现亮眼

公司 2016 年的营收增速达 22.1%, 为 2014 到 2016 年三年中最快的一年。其中, 电气传动业务 (变频器、电动汽车驱控、电梯) 增长 10%、工业自动化 (伺服、PLC、电主轴) 业务增长 29%、新能源 (UPS、光伏逆变器) 业务增长 76%。

除变频器主业外, 公司大部分业务均以子公司的形式运营。各子公司中, 电动车/UPS/光伏逆变/伺服 4 个子公司表现亮眼:

电动车子公司 2016 年实现收入 1.19 亿元, 同比 2015 年的 0.6 亿元增速接近 100%; UPS 子公司实现收入 1.90 亿元, 同比 2015 年的 1.45 亿元也有 31% 的增速; 光伏科技公司于 2015 年 8 月设立, 2015 年当年实现收入 1000 余万元, 2016 年的收入爆发式增长至 0.62 亿元; 伺服子公司实现收入 1.1 亿元, 同比 2015 年的 0.8 亿元增长 37%。这 4 家子公司共贡献了 1.8 亿元左右的收入增量, 占公司 2016 年 2.4 亿元收入增量的 75%。剩余 0.6 亿元应为公司传统主业-变频器所贡献, 同比增速为 10% 左右。

在各子公司中, UPS 子公司、电梯子公司盈利情况较好, 分别实现 0.35 亿元和 0.04 亿元的净利润, 而轨交、合同能源管理公司亏损较多, 分别亏损 0.14 和 0.08 亿元。值得一提的是自 2012 年以来, 伺服子公司长期亏损 1000 万元以上, 但 2016 年亏损额大幅度收窄, 降低至 300 余万元, 今年或将首次实现扭亏。

公司 2016 年的整体毛利率为 39.5%, 较 2015 年的 42.7% 有约 3.2 个百分点的下滑。其中, 电气传动业务毛利率下降 1.9 个百分点、工业自动化下降 1.4 个百分点、新能源下降 6.31 个百分点。我们认为毛利率的下降除了铜等原材料价格的上涨外, 更重要的是高压变频器、光伏逆变器、电动汽车电机控制器等低毛利产品比重的增加。

分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

(yuhuapeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

- 1、行业深度_电机电控: 优秀企业如能抓住商用车的机遇, 就抓住专用车爆发、扎根乘用车 2016.05.27
- 2、公司点评_英威腾: 净利率提升叠加下游需求回暖, 2017 年或迎来业绩释放 2017.01.04
- 3、公司点评_英威腾: 经营驶过低谷, 2017 年将是收获之年 2017.02.28
- 4、公司深度_英威腾: 受益于下游需求回暖的工控平台型企业, 2017 年将迎来高速增长 2017.03.07

（二）、资产减值、股权激励、人员成本等支出拖累 16 年净利润

期间费用方面，公司全年的期间费用率为 36.67%，较去年的 32.79% 上升了约 3.9 个百分点。其中，销售费用率上升约 1.4 个百分点，管理费用率上升 1.8 个百分点。销售费用率上升主要是人工费用上升较快、管理费用率的上升一方面是由于研发支出增加 4000 余万元、另一方面是股权激励费用增加 1200 余万元。

总的来说，除了股权激励费用的增加外，公司 2016 年期间费用的上升主要是由人员成本所带来。2012 到 2015 年，公司平均每年只新增约 150 名员工，而 2016 年，公司人员总数由 2050 人增长至 2497 人，新增了 447 人，一年相当于过去三年之和，致使支付给员工的薪酬由 2015 年的 2.39 亿元增长至 2016 年的 3.29 亿元，人均薪酬也由 11.65 万元升高至 13.17 万元，增幅约为 13%。

此外，公司 2016 年计提的资产减值损失较多，以往公司每年只计提数百万元的坏账减值，2016 年公司计提了 2100 万元的资产减值，除了坏账减值外，还历史上首次计提了近 600 万元的商誉减值。较高的资产减值损失也拖累了公司 2016 年的净利润。

（三）、较高的在手存货预示 17 年的增速将保持强劲

现金流量表方面，公司经营性现金流为负的 4400 万元。虽然从数据上看较为一般，但 16 年应收账款和应收票据只增加了约 1.2 亿元，而应付账款则增加了 1.6 亿元，预收账款也增加了 1000 余万元，公司对客户和上游供应商是较为强势的。出现负的经营性现金流主要原因是存货的大幅增加，由 15 年期末的 2.27 亿元大幅增长至 16 年期末的 4.37 亿元，接近翻倍，其中发出商品、库存商品和原材料均有较大幅度增长。我们认为这是由于部分 16 年的订单出现延迟交付，较高的在手存货预示 17 年公司的业绩增速有望保持强劲。

（四）、经营逐步向上，长期投入渐渐进入回报期

16 年的业绩为公司近年来的最低谷，从本次发布的 17Q1 业绩预告来看，公司的经营正在稳步向上。一方面制造业的回暖，拉动了公司变频器产品的销售，另一方面 UPS、电动汽车、光伏逆变等新兴业务也在逐步开始贡献业绩，降低公司对单一产品的依赖度。

3. 投资建议

净利率提升叠加下游需求的回暖，公司 2017 年业绩将有较大弹性。随着新能源汽车、轨道交通等新业务的成熟，估值水平也有一定的上行空间。预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.23、0.30 元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

期间费用率继续增长；应收账款增加过快。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备及新能源行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外地区：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn